

如果美指跌到 80，人民币兑美元能升破 6 吗？

尽管人民币走势与美元指数互为镜像，但可借鉴数据少和弹性估计值低，导致难以用美指单一变量来研判人民币汇率走势。

- 自"811"汇改以来，人民币中间价走势与美指互为镜像。简单的实证分析结果显示，美元兑人民币汇率中间价与美元指数之间的弹性估计值并不高。由于模型拟合度较低，说明单一美元指数对美元兑人民币中间价汇率变动的解释度不强。理由一是影响人民币汇率的因子很多，即有我国内在因素，也有外部因素，单凭一个美元指数无法完全涵盖所有的信息；理由二是人民币汇率政策是维持一揽子货币稳定。
- 新汇率政策可借鉴的历史数据较少，其中美元仅在 2017 年和 2020 年贬值，此期间境内外汇供需状况和市场汇率预期也明显不同。从前述弹性估计值推算，美元指数跌至 80，人民币汇率升破 6 的难度不小。
- 慎将适应性预期用于研判美元指数。部分美元利空因素或在 2021 年下半年有所反转，如美国经济复苏和美联储收紧预期出现。当前美德利差走扩也减小了美元再次大幅贬值的概率。
- **风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：管涛
(8610)66229136
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛
wancong.fu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120090034

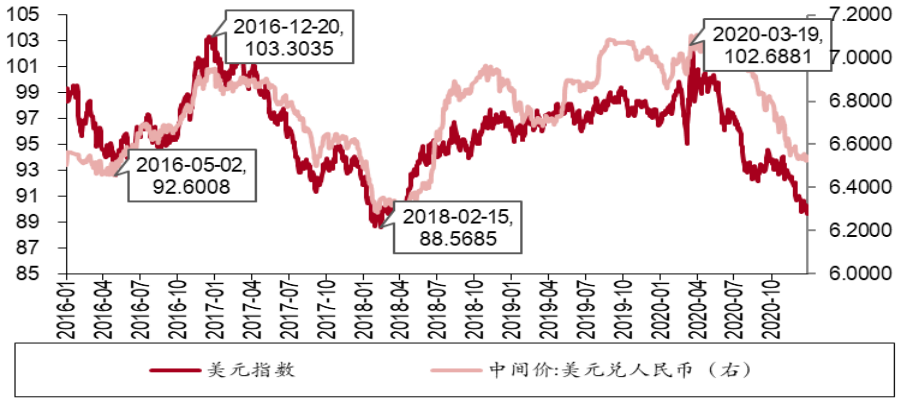
一、2015 年以来美指走势与人民币汇率的变动关系

“811”汇改后，洲际交易所（ICE）美元指数走势与人民币兑美元汇率（本文如非特指，人民币汇率均指人民币兑美元双边汇率）中间价存在较强的镜像关系。尤其是自 2016 年 2 月引入人民币汇率中间价报价机制以来，在不使用逆周期调节因子的情况下，中间价就是由上日银行间市场下午四点半收盘价与篮子货币汇率走势两因素决定，其中隐含着美指强人民币贬值、美指弱人民币升值的逻辑。

从 2016 年初至 2020 年底，以 10%为技术性牛熊市标准来看，美指走过了两轮牛熊切换：牛市期分别升值 11.6%（2016 年 5 月 2 日至 2016 年 12 月 20 日）和 15.9%（2018 年 2 月 15 日至 2020 年 3 月 19 日），熊市期分别贬值 14.3%（2016 年 12 月 21 日至 2018 年 2 月 14 日）和 12.7%（2020 年 3 月 20 日至 2020 年 12 月 31 日）。目前美指正在试探 2018 年 2 月的低点，而人民币汇率中间价较 2018 年 4 月 2 日 6.2764 高位仍有近 2000 基点的距离（见图表 1）。

过去 5 年，人民币汇率中间价同比变动率分别为-6.39%、6.16%、-4.79%、-1.62%和 6.92%；相应的，美指分别为 3.73%、-9.89%、4.14%、0.39%和-6.73%（见图表 1）。

图表 1.人民币汇率中间价与美元指数



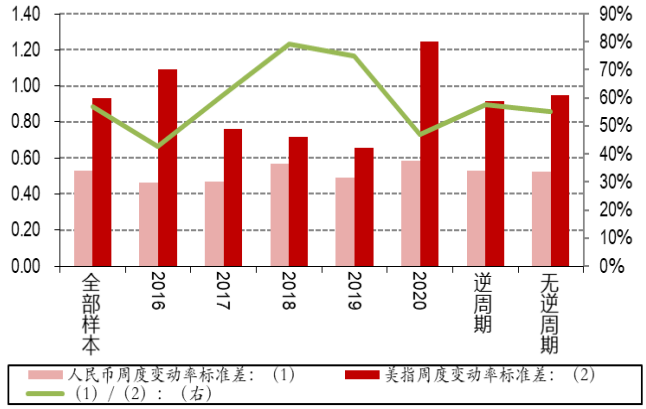
资料来源：万得，中银证券

注：2020 年 3 月 20 日至今尚难以确认美元指数低点，所以未在图中标出这一轮贬值最低点。

“811”汇改后，美元兑人民币汇率弹性和最大振幅均有所提升。从弹性上看，过去 5 年，美元兑人民币周度环比的波动率（标准差）为美指的 50%左右，较汇改前的微小波动明显有所提升。而且，是否使用逆周期因子并不引起波动率显著改变。2018 年和 2019 年美元兑人民币汇率的波动率上升或与中美贸易摩擦冲击有关（见图表 2）。从最大振幅上看，两者关系与波动率相似：除了 2018 年和 2019 年外，人民币年最大振幅为美指的 60%左右，表明人民币较美元更为稳定，与我国有管理的浮动汇率安排相符（见图表 3）。

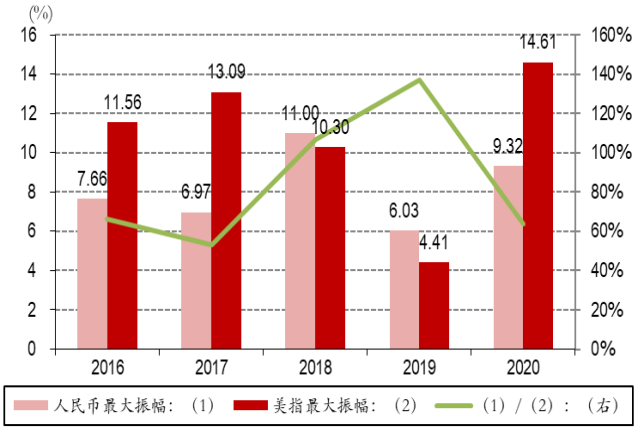
当前，随着美指快速下行和人民币汇率持续走高，市场有声音认为美指 2021 年年内可能跌至 80，并由此预计人民币兑美元有望升破 6 比 1。本文拟就此进行探讨。

图表 2. 美元兑人民币汇率与美元指数周度环比波动率(标准差)



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 年度人民币汇率与美元指数最大振幅



资料来源：万得，中银证券

注：最大振幅=全年最大值/全年最小值-1。

二、美元指数走势与美元兑人民币汇率中间价变动的弹性分析

我们使用美指周度环比变动率（2016 年 1 月至 2020 年 12 月）对美元兑人民币汇率中间价环比变动率进行回归分析。线性回归结果显示，后者相对美指变动的弹性较低：美指弹性估计值为 0.283，即美元指数每涨跌 1%，美元兑人民币汇率中间价涨跌 0.283%；是否含有常数项并不影响参数估计值（见图表 4）。而且，虽然美指的弹性估计值在统计上高度显著，但拟合度仅 0.24，表明美指变动仅能解释 24%的中间价变动，模型解释力度不强。

我们做了两组检验。一是美元兑人民币汇率变动滞后项是否影响当期人民币变动。结果显示人民币具有趋势强化效应，这不同于美指的均值回归效应。美指滞后项对当期美指变动影响显著为负，说明美指涨多了会跌，跌多了会涨。美指弹性估计值在含有滞后项的检验中未出现显著改变。二是分组比较弹性估计值是否因使用逆周期因子而出现显著变化。结果表明，虽然使用逆周期因子期间弹性较高，但也仅有 0.3 左右。而且，拟合值依然偏低（见图表 4）。

图表 4. 实证分析结果

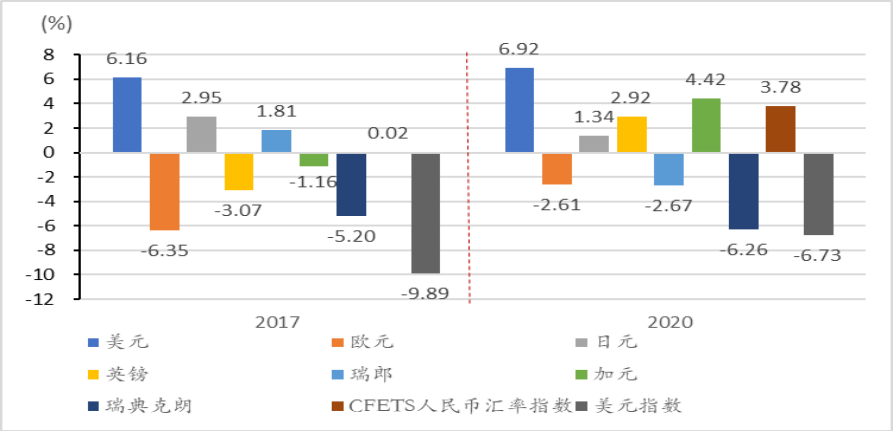
	全部样本（201601-202012）			使用逆周期因子（201706-201712,201809-202010）	不使用逆周期因子（201601-201705,201801-201808，202011-202012）
美元指数	0.283***	0.283***	0.288***	0.301***	0.258***
中间价滞后项	-		0.104*		
常数项	无	有	有	有	有
样本数	247	247	247	138	109
拟合值	0.24	0.24	0.26	0.27	0.21

资料来源：万得，中银证券

注：***代表显著性为 1%，**代表显著性为 5%，*代表显著性为 10%。

模型解释力度低可能有两方面因素。一是影响人民币中间价的因子很多，如我国经济基本面、经常账户差额、贸易形势、货币政策（2018 年美联储加息期间我国央行实施货币宽松政策）和宏观事件冲击（新冠疫情和大国关系）等。单一美元指数难以完全包含其他因子的信息。值得注意的是，人民币兑美元汇率是双边关系。而美元指数是美国多边关系的加权组合，并不与人民币汇率产生直接关系。二是人民币汇率政策是维持一揽子货币稳定。参考篮子与美元指数并不是简单的重叠，稳定一揽子货币并不是稳定人民币兑美元双边汇率。即便给定美指升贬值的幅度，构成美指的篮子货币兑美元汇率走势也会有多种情形。相应地，将其通过人民币兑美元汇率套算过去后，维持人民币汇率指数的稳定也会是多种的而非唯一的情形。如同样是美元指数贬值、人民币汇率升值，2017 年，中国外汇交易中心口径（CFETS）的人民币汇率指数保持基本稳定，人民币兑日元、瑞郎升值，兑欧元、英镑、加元和瑞典克朗贬值；2020 年，人民币汇率指数略有升值，人民币兑日元、英镑、加元升值，兑欧元、瑞郎和瑞典克朗贬值（见图表 5）。

图表 5. 2017 年和 2020 年人民币兑美元指数成分货币、CFETS 人民币汇率指数和美元指数升贬值（%）



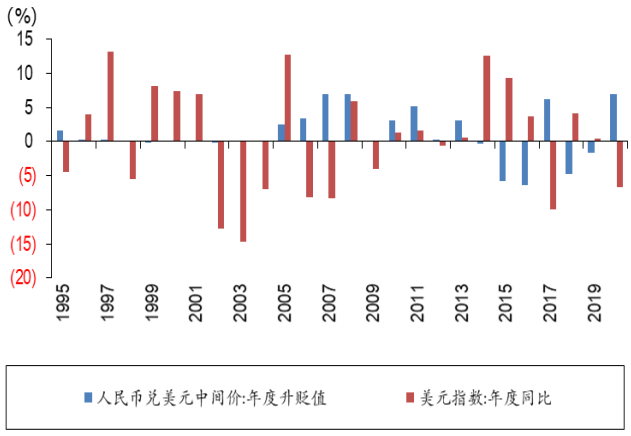
资料来源：万得，中银证券

三、尚难判断人民币汇率弹性是否大到可以追随美元指数贬值升破 6

自 1994 年初汇率并轨，确立以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度后，人民币汇率中间价有超 27 年的历史数据。但是，2015 年前，人民币汇率总体单向升值，目前实施的参考篮子货币调节的汇率政策仅有 5 年之久（2016 年至 2020 年）（见图表 6）。鉴于这 5 年数据中，美元处于贬值趋势的仅有 2017 年和 2020 年，可借鉴的数据就更少了。同时，这两年美元指数下跌时，境内外汇供需状况和市场汇率预期也明显不同。

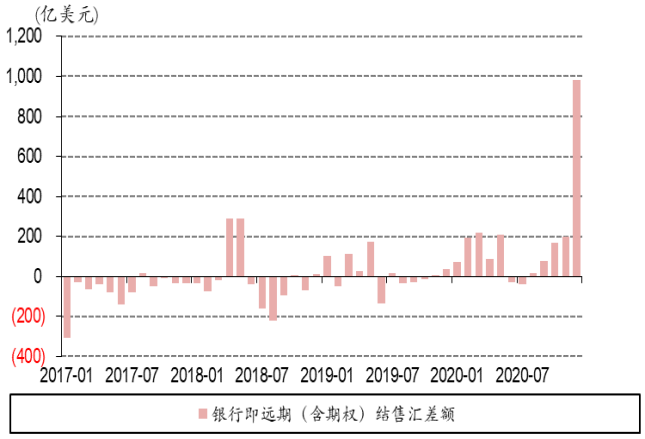
2017 年外汇供不应求，人民币汇率仍有较强的贬值预期。前 5 个月，美元指数累计贬值 5.29%，人民币汇率中间价仅升值 1.07%。随后，依靠引入逆周期因子，推动人民币走出一波强势升值，但当年各月（除 8 月份外）境内基本外汇供不应求，全年银行即远期（含期权）结售汇逆差 851 亿美元（见图表 7）。

图表 6. 人民币与美元指数年度涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 境内客户市场外汇供求状况



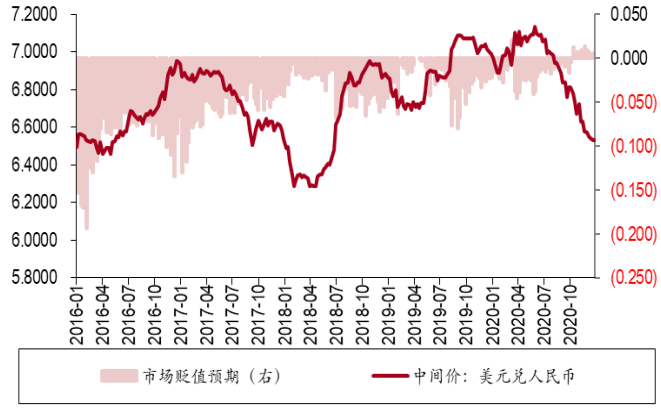
资料来源：万得，中银证券

注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇当月差额+远期净结汇未到期当月增加额+未到期期权 Delta 净敞口当月增加额。

2020 年却恰好相反，境内外汇供大于求，市场汇率预期逐渐由贬值转为偏升值方向（见图表 8）。一季度，在全球疫情大流行、金融大动荡、经济大停摆的情况下，美指飙升，带动包括人民币在内的非美货币兑美元溃败。但在逆周期因子作用下，尽管人民币汇率重新跌破 7，跌幅却远小于其他非美货币，导致万得人民币汇率预估指数升值。3 月 19 日，美指触及年内高点 102.69。年初至 3 月 23 日，境内人民币汇率中间价累计贬值 1.66%，同期万得人民币汇率指数和美元指数分别累计升值 4.54%和 6.23%。4、5 月份，美指回落，但受市场偏空情绪影响，人民币汇率继续承压，中间价进一步下跌 2.18%，万得人民币汇率指数较年初升幅收敛至 0.89%。6 月份以后，疫情防控、经济复苏、中美利差、美指走弱等多重利好共振，人民币震荡升值，万得人民币汇率指数补涨，到 11 月 10 日涨至 95.78，首次超过 3 月 23 日高点 95.46（见图表 9）。此时，人民币兑美元中间价已从 7.0940 升至 6.5897，累计升值 7.65%，完成了全年大部分的升幅。其间，逆周期因子于 10 月底被淡出使用。而逆周期因子的阻跌不阻涨，导致 2020 年人民币汇率升值幅度（6.92%）接近美指贬值幅度（6.72%）。

按照第二部分测算的美元兑人民币汇率变动相对于美元指数变动的弹性系数，如果 2021 年美指跌到 80，相当于从 2020 年底的水平下跌约 11%，对应着美元兑人民币下跌 3%稍强，远小于美元兑人民币跌破 6（即人民币兑美元汇率升破 6）所需 8%左右的跌幅。即便按照 2017 年美元指数贬值、人民币兑美元升值、人民币汇率指数基本稳定的情形，当年美指跌幅转化为美元兑人民币跌幅的比率约为 59%。根据这一转化率，2021 年，美指跌到 80，美元兑人民币大概下跌 6.50%，跌到（即人民币兑美元升到）6.10 左右的水平。

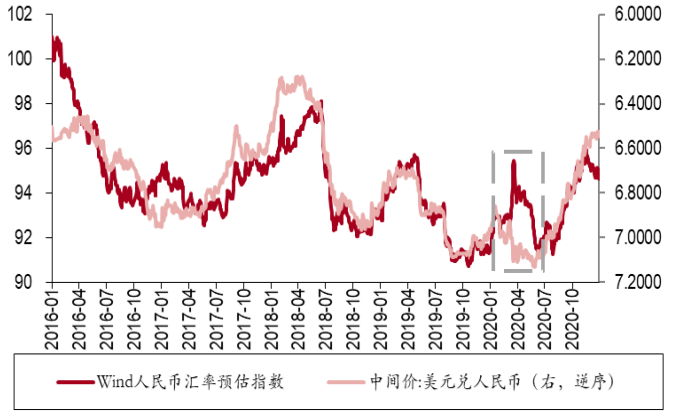
图表 8. 人民币汇率中间价与市场预期



资料来源：万得，中银证券

注：（1）隐含的市场汇率预期=人民币中间价/（1 年期 NDF-1 年期远期掉期报价/10000）-1；（2）汇率预期为正代表升值预期，为负代表升值预期。

图表 9. 人民币汇率中间价与 Wind 人民币汇率预估指数



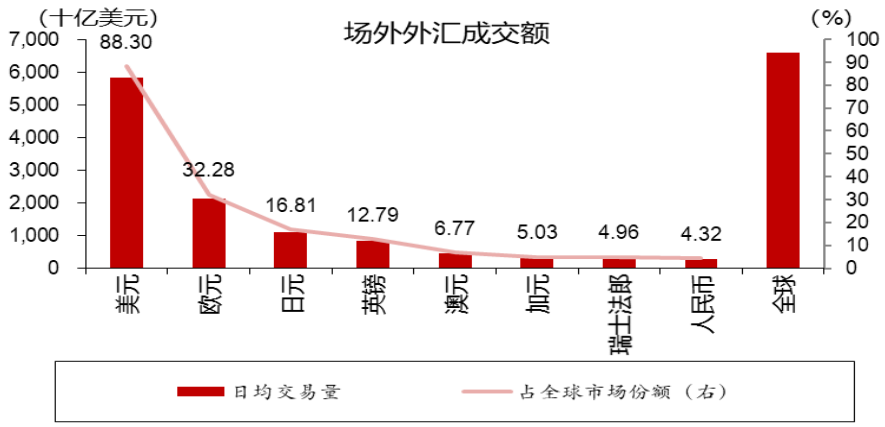
资料来源：万得，中银证券

当然，并不是说人民币汇率升破 6 的可能性一点都没有。那就是，市场出现升值情况下追涨杀跌的顺周期行为。但在境内外汇市场参与者逐渐趋于理性和成熟的情况下，一方面，升值快有助于释放升值压力，避免预期积累，目前升值预期并不强；另一方面，2020 年前 11 个月，市场低买高卖的汇率杠杆调节总体正常发挥；再一方面，影响汇率升贬值的因素同时存在且此消彼长，不排除升值持续一段时间且累积一定幅度后，有可能触发市场的自发调整，或招致更多的政策调控。

四、慎将适应性预期用于研判美元指数走势

在有管理浮动框架下，人民币市场汇率走势更多遵循适应性预期，即市场以为人民币汇率一涨会永远涨上去、一跌永远会跌下去。但预测美指走势难度非常大，短期遵循随机游走过程。由于不仅美元本身是自由浮动的，而且美元指数对应的六大货币也均是自由浮动的汇率安排，所以美元市场化程度较高，价格发现机制更为有效。根据 BIS 统计，2019 年日均外汇市场交易量排前七的是美元、欧元、日元、英镑、澳元、加元和瑞士法郎。排名第二至第七的为美元指数组成部分。其中，美元日均交易量达到 5.82 万亿美元，占总量 88.3%（见图表 10）。想要在如此庞大的市场中，通过准确预测来获得无风险收益的难度可想而知。

图表 10. 全球场外外汇日均交易额（十亿美元）



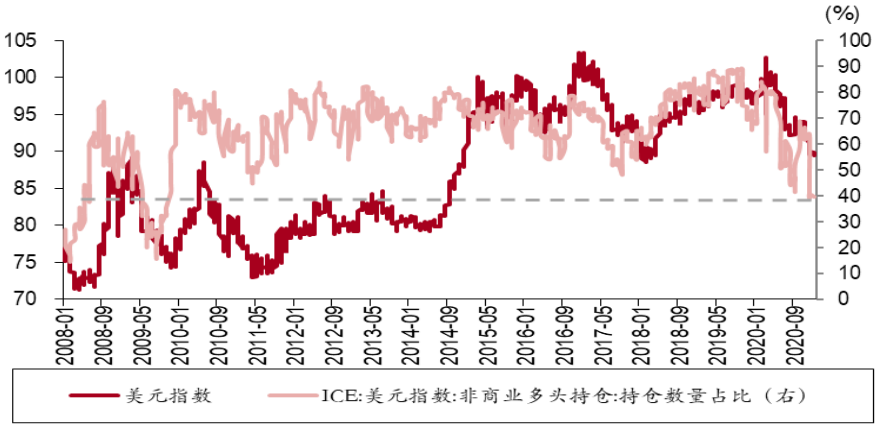
资料来源：BIS，万得，中银证券

当前，短期看空美元仍是市场共识，但要警惕技术面和基本面的不确定性。

从技术上看，美元贬值最快的时期可能已经过去。根据美银全球基金经理调查结果显示，2020 年 12 月份做空美元是第二拥挤的交易，约 17%的基金经理认为美元会贬值，仅次于做多科技。从 ICE 非商业美元多空仓位数据也可以看出，从 2020 年 4 月的九成左右多头持仓占比降至年底的四成占比，这与同期美元快速贬值一致。12 月份，美指多头仓位占比是 2011 年以来最低的，距 2009 年低点也已不远（见图表 11）。虽然并不代表美元颓势即将止步，但是美元空头力量进一步上升的空间已经较为有限。

另外，根据 1990 年以来三次经济衰退时期美元和欧元的表现来看，从衰退期间美元指数高点开始计算 6 个月、12 个月和 18 个月后的美元平均表现，分别为-12.7%、-13.7%和-10.4%，而欧元兑美元则是 15.5%、18.4%和 13.3%；贬值最为明显的一轮周期是 2001 年经济衰退后的复苏期（见图表 12）。而 2021 年美元的 6 个月表现为-9.4%和（截至 1 月 26 日）-12.2%。值得注意的是，过去三次中有两次美元指数会在 18 个月后较 12 个月有所回升。

图表 11. 美元非商业多头持仓占比与美元指数



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 美元指数和欧元兑美元在衰退期高点后 6、12 和 18 个月后的表现

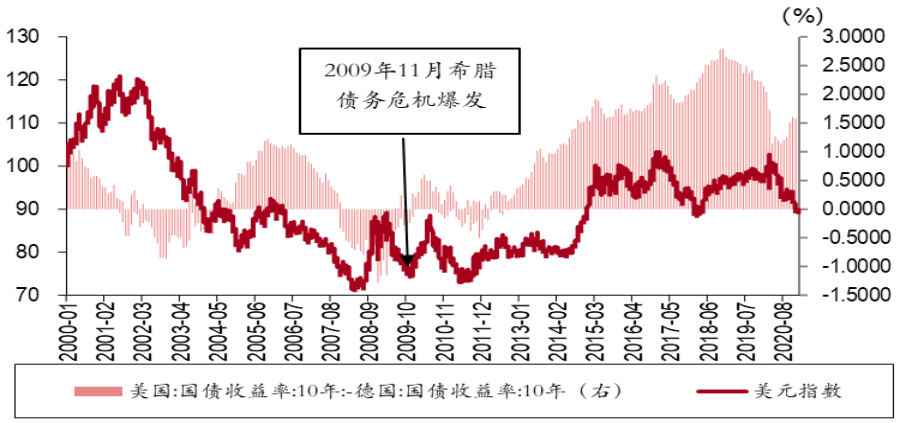
	美元			欧元兑美元		
日期	6 个月	12 个月	18 个月	6 个月	12 个月	18 个月
Jul-91	(13.72)	(14.47)	(3.81)	18.53	21.15	6.26
Feb-02	(10.67)	(16.91)	(19.42)	13.86	25.35	31.02
Mar-09	(12.24)	(9.72)	(7.91)	14.02	8.65	2.68
Mar-20	(9.43)	**(12.17)**		10.72	**13.75**	
均值	(12.21)	(13.70)	(10.38)	15.47	18.38	13.32

资料来源：万得，中银证券

从基本面看，目前看空美元的部分理由可能最快会在 2021 年下半年有所反转。在随着疫苗接种，疫情受控，全球经济重启，避险情绪改善，是市场看空美元的重要原因。但美元弱势将会持续多久、下跌多少，取决于后疫情时代主要经济体经济修复的速度。而据 IMF 最新预测，基准情形下，2021 年欧元区经济增速（4.2%）将低于美国（5.1%）。并且，欧盟内部分歧一直是隐患，近期意大利政局再次动荡，起因就是意大利国内对欧盟资金分配和使用的不满。而 2008 年危机时，2009 年 3 月初美指见顶回落，就被同年 11 月份希腊主权债务危机暴发所中断（见图 13）。

“双赤字恶化+宽松货币”的看空美元组合有一大假设，即美联储不会在经济超预期的状况下提前实施购债削减。但如果 2021 年下半年美国经济复苏超预期，市场可能会出现美联储货政退出的预期，进而可能推高美债收益率。近期，美元指数回升就是在 10 年期美债收益率突破 1.1%的助推下实现。如果欧洲难以摆脱经济和通胀低迷（欧洲债券难以走出负收益），美德利差走高将为美元提供支撑（见图表 13）。

图表 13 美元指数与美德 10 年期国债名义收益差



资料来源：万得，中银证券

五、主要结论

实证分析的结果显示，由于弹性系数小、拟合度低，我们不能用美元指数这个单一变量，来研判人民币汇率走势。同时，更不宜将对境内外汇市场上常见的适应性预期，简单套用到研判美指走势上。

2020 年是极不平凡的一年。中国外汇市场经历了大起大落，人民币汇率走势也是大开大合。虽然全年人民币汇率升幅较大，但年平均升幅较小，其中中间价均值与上年基本持平。这意味着，在双向波动行情下，市场试图从赌人民币汇率走势中获益是徒劳的、困难的。

过去三年，人民币汇率都是“开门红”，但只有 2020 年因下半年多重利好共振以红盘收官。因此，我们宁可相信不确定是最大的确定性这种大概率事件。正如中央经济工作会议公报指出的，2021 年影响中国经济的内外部不确定不稳定因素很多。具有线性单边思维特征的适应性预期恐难适应这种变化，更不要说准确揣摩见异思迁的市场情绪。国内企业其去赌汇率，还不如树立风险中性意识，控制和管理好货币错配和汇率敞口，集中精力做好自己擅长的主业，赚自己看得懂的钱。

风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371